

**PENGARUH UKURAN PERUSAHAAN, *LEVERAGE*, DAN PRODUKTIVITAS
TERHADAP PERINGKAT OBLIGASI**

ARTIKEL ILMIAH

Diajukan untuk Memenuhi Salah Satu Syarat Penyelesaian
Program Pendidikan Sarjana
Program Studi Akuntansi



Disusun oleh :

HENDRIK TRI NOVANTARA
2014310139

**SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI PERBANAS
SURABAYA
2018**

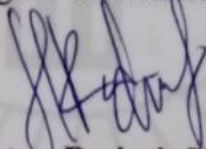
PENGESAHAN ARTIKEL ILMIAH

Nama : Hendrik Tri Novantara
Tempat, Tanggal Lahir : Surabaya, 19 November 1995
N.I.M : 2014310139
Program Studi : Akuntansi
Program Pendidikan : Sarjana
Konsentrasi : Akuntansi Keuangan
Judul : Pengaruh Ukuran Perusahaan, *Leverage*, dan Produktivitas terhadap Peringkat Obligasi

Disetujui dan diterima baik oleh :

Dosen Pembimbing,

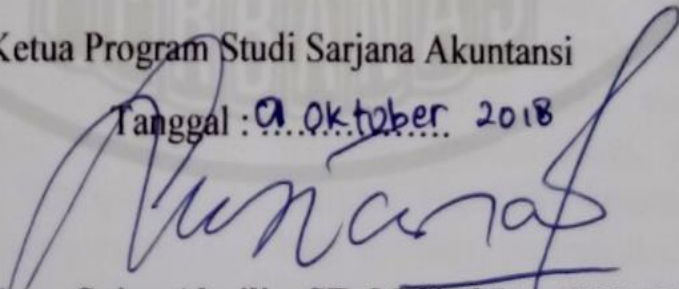
Tanggal : 25 September 2018 .



(Agustina Ratna Dwiati, SE., MSA)

Ketua Program Studi Sarjana Akuntansi

Tanggal : 01 Oktober 2018



(Dr. Luciana Spica Almilia, SE., M.Si., QIA., CPSAK)

PENGARUH UKURAN PERUSAHAAN, *LEVERAGE* DAN PRODUKTIVITAS TERHADAP PERINGKAT OBLIGASI

Hendrik Tri Novantara
STIE Perbanas Surabaya
Email : hendriktri291@gmail.com

ABSTRACT

This study aimed to determine the ability of financial ratios in predicting bond ratings on all companies listed and enhanced by PT.Pefindo. Financial ratio used in this study is firm size, leverage, and productivity. The firm size in this study using the Log Total Assets, leverage in this study was measured by the formula Debt to Equity Ratio (DER), while productivity in this study was measured by the formula Total Assets Turnover (TAT). The population of this study are all companies listed and enhanced by PT.Pefindo and issued a complete financial statements and audited as of 31 December in Indonesia Stock Exchange (BEI) period 2012-2016 in sequence amounting to 233 companies. The sampling technique used was purposive sampling, in order to get many as 85 sampel of companies. Technical analysis of the data is the logistic regressions analysis with the help of SPSS 23 for windows. Based on the result of logistic regression analysis with significance was 5% has proved that firm size significant effect on bond rating, while leverage and productivity does not affect the bond ratings.

Key words: bond rating, firm size, leverage, and productivity.

PENDAHULUAN

Obligasi adalah salah satu jenis aset finansial dan instrumen modal (utang) yang tergolong Surat Berharga Pasar Modal dengan pendapatan tetap yang diperjualbelikan dalam pasar modal (Sunarjanto, 2013). Seorang pemilik modal yang berkeinginan untuk membeli obligasi, seharusnya memperhatikan peringkat obligasi karena peringkat tersebut memberikan informasi dan memberikan signal tentang probabilitas kegagalan utang perusahaan. Peringkat obligasi adalah skala risiko dari semua obligasi yang diperdagangkan. Peringkat obligasi memberikan pernyataan informatif dan sinyal tentang kemungkinan kegagalan hutang perusahaan.

Obligasi sebelum di tawarkan harus diperingkatkan oleh suatu lembaga atau agen pemeringkat obligasi (*Rating Agency*). Agen pemeringkat obligasi ialah lembaga independen yang memberikan

informasi pemeringkatan skala risiko, salah satunya adalah sekuritas obligasi sebagai petunjuk sejauh mana keamanan obligasi bagi investor. Keamanan ini ditunjukkan oleh kemampuan suatu perusahaan membayar bunga dan melunasi pokok pinjaman. Sehingga, pemodal bisa menggunakan jasa agen pemeringkat obligasi untuk mendapatkan informasi mengenai peringkat obligasi. Proses peringkat ini bertujuan untuk menilai kinerja perusahaan, sehingga *rating agency* bisa memberikan tanggapan tentang layak atau tidaknya obligasi tersebut diinvestasikan. Selain peringkat obligasi memiliki keuntungan tersendiri bagi investor, peringkat obligasi memiliki kegunaan tersendiri bagi perusahaan penerbit obligasi diantaranya untuk menunjukkan penilaian mereka atas keamanan dari obligasi yang diberikan, peringkat kredit tersebut sebagai suatu verifikasi independen terhadap kelayakan kredit/utang perusahaan penerbit obligasi.

Pada bulan Mei 2017 Indonesia mendapatkan penilaian *investment grade* layak investasi yang diberikan oleh lembaga pemeringkat *Standard & Poor's* (S&P). Kenaikan *rating* investasi ini akan membuat pasar obligasi lebih menarik di mata para investor asing maupun lokal. Kondisi ini di dukung dengan adanya *yield* yang ditawarkan tergolong masih besar dibandingkan dengan Negara Asia lainnya. Angka obligasi itu sendiri per mei telah tumbuh pada kisaran 8,5% dan hal tersebut merupakan suatu pencapaian yang baik bagi perusahaan di Indonesia, hal tersebut membuat PT Bank OCBC NISP Tbk (Bank OCBC) menerbitkan obligasi berkelanjutan II tahap II pada tahun 2017 dengan jumlah pokok sebesar Rp 2 triliun. Obligasi tersebut terdiri atas tiga seri, yaitu seri A- tenor 370 hari dengan bunga 6,75% pertahun, seri B- tenor 2 tahun dengan bunga 7,30%, dan seri C- tenor 3 tahun dengan bunga 7,70% per tahun, dimana bunga obligasi dengan tingkat bunga tetap dibayarkan setiap tiga bulan sejak tanggal emisi. Dalam rangka penerbitan obligasi berkelanjutan ini, PT Pemeringkat Efek Indonesia (Pefindo) dan PT Fitch Rating Indonesia memberikan peringkat idAAA (*Triple A*). Bank OCBC NISP dalam hal ini mendapatkan dukungan dari berbagai pihak antaranya PT Indo Premier Sekuritas, PT Mandiri Sekuritas, PT NISP Sekuritas, PT OCBC Sekuritas, PT RHB Sekuritas Indonesia, dan PT Trimegah Sekuritas Indonesia Tbk selaku penjamin pelaksana emisi obligasi, hal ini menunjukkan obligasi yang ditawarkan oleh Bank OCBC layak untuk dipertimbangkan oleh nasabah sebagai salah satu alternatif dalam berinvestasi karena termasuk dalam kategori *investment grade* yang menunjukkan peringkat obligasi dalam kategori baik (sindonews.com 2017).

Lembaga pemeringkat di Indonesia yang sering dijadikan rujukan adalah PT. PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia). PEFINDO secara rutin mengumumkan hasil pemeringkatan setiap

bulan dan dapat dilihat di beberapa harian bisnis nasional atau langsung dari situs PEFINDO di new pefindo.com. Lembaga pemeringkat menggunakan berbagai faktor untuk menilai dan memberikan peringkat pada obligasi perusahaan. Salah satu faktor yang digunakan lembaga pemeringkat ialah informasi akuntansi yang tersedia. Informasi ini diberikan dalam bentuk laporan keuangan perusahaan.

Penelitian Jhon Urasi Blesia dan Dita Ria Pramudika (2016) menyatakan bahwa ukuran perusahaan, *leverage*, dan produktivitas tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Kemudian penelitian Ni Made Sri Kristina Sari dan Ida Bagus Badjra (2016) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap peringkat obligasi dan *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. Penelitian Ratih Umroh Mahfudhoh dan Nur Cahyonowati (2014) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap peringkat obligasi dan *leverage* dan produktivitas tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Selain itu, penelitian yang dilakukan Magreta dan Poppy Nurmayati (2009) menyatakan bahwa ukuran perusahaan dan *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi dan produktivitas berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi.

Tujuan penelitian ini untuk mengetahui pengaruh dari masing-masing variabel yaitu ukuran perusahaan, *leverage*, dan produktivitas terhadap peringkat obligasi.

RERANGKA TEORITIS YANG DIPAKAI DAN HIPOTESIS

Peringkat Obligasi

Peringkat obligasi dikeluarkan oleh lembaga khusus yang bertugas memberikan peringkat atas semua obligasi yang diterbitkan perusahaan. Peringkat yang diberikan bukan sebuah acuan untuk membeli, menjual ataupun mempertahankan suatu obligasi. Opini ini

bertujuan dan berfokus pada kapasitas dan keinginan penerbit obligasi dalam memenuhi kewajibannya secara tepat waktu. Opini diberikan juga tidak spesifik dalam menunjukkan suatu obligasi akan tetapi untuk perusahaan penerbit obligasi yang bersangkutan. Untuk pasar modal Indonesia banyak perusahaan yang bergerak dalam bidang pemberian peringkat suatu obligasi, misalnya PT Pefindo, Moody's Investors Service dan sebagainya. Peringkat obligasi dapat dijadikan suatu acuan bagi investor dalam menilai suatu obligasi akan tetapi tidak menjamin ketika suatu obligasi dengan peringkat AAA akan berjalan lancar.

Seorang pemodal yang berminat berinvestasi dengan cara membeli suatu obligasi tentu harus memperhatikan rating obligasi (*credit ratings*). *Credit ratings* adalah skala risiko atas semua obligasi yang diperdagangkan. Skala ini dapat menunjukkan seberapa amankah suatu obligasi bagi para pemodal. Keamanan ini dapat ditunjukkan dengan kemampuan suatu perusahaan dalam membayar bunga dan melunasi pokok pinjaman perusahaan. Kategori (*symbol*) dan definisi peringkat obligasi menurut PT. Pefindo, yaitu :

1. *idAAA* adalah efek hutang yang memiliki peringkat paling tinggi dan memiliki risiko yang paling rendah diantara semua peringkat obligasi dengan didukung adanya kemampuan obligor yang superior relatif dibandingkan dengan entitas Indonesia lainnya dalam melunasi kewajiban jangka panjang sesuai dengan perjanjian antara kedua belah pihak.
2. *idAA* adalah efek hutang yang memiliki kualitas dibawah peringkat tertinggi, dengan didukung oleh obligor dalam melunasi kewajiban jangka panjangnya dan tidak dapat dipengaruhi oleh perubahan apapun.
3. *idA* adalah efek hutang yang memiliki risiko cukup rendah, dengan didukung oleh obligor dalam kemampuan

membayar hutang jangka panjangnya, namun tingkat ini memiliki kepekaan dalam perubahan kerugian.

4. *idBBB* adalah efek hutang yang memiliki risiko yang cukup rendah, didukung oleh obligor dalam kemampuan membayar hutang jangka panjangnya, namun tingkat ini kemampuan tersebut dapat diperlemah ketika di kondisi perubahan bisnis dan perekonomian yang dapat merugikan.
5. *idBB* adalah efek hutang yang memiliki risiko yang cukup rendah, didukung oleh obligor dalam kemampuan membayar hutang jangka panjangnya, tetapi kemampuan tersebut peka dalam keadaan bisnis dan perekonomian yang tidak menentu dan merugikan.
6. *idCCC* adalah efek hutang yang tidak mampu lagi dalam memenuhi kewajiban finansialnya tergantung pada perbaikan oleh keadaan eksternal.
7. *idD* adalah efek hutang yang macet dimana, perusahaan tidak mampu lagi untuk membayar kewajiban jangka panjangnya dan sudah berhenti berusaha.

PT Pefindo juga memberikan penjelasan atas “hasil pemeringkatan dari *idA* sampai dengan *idB* masih dapat dimodifikasi dengan menambahkan tanda positif (+) atau tanda negatif (-) untuk menjelaskan kekuatan *relative obligor* dalam suatu kategori peringkat tertentu”. Misalnya symbol *BB+* pada rating dianggap masuk kedalam kategori *BB* padahal rating tersebut dapat dinilai akan berpeluang naik atau stabil dilihat dari *outlooknya*. Apabila *outlooknya* positif maka masih berpeluang untuk dinaikkan pada periode *rating* mendatang, stabil artinya akan tetap dan negatif dimana berpeluang untuk turun dimasa mendatang. Indonesia saat ini berada pada kategori *investment grade* dengan menaikkan satu tingkat dari *idBB+* menjadi *idBBB*.

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah indikator yang dapat menggambarkan suatu karakteristik

ataupun kondisi dari suatu perusahaan dan terdapat beberapa parameter yang dapat digunakan dalam menentukan besar atau kecilnya suatu perusahaan, seperti jumlah aktiva yang dimiliki perusahaan, total penjualan yang dicapai dalam suatu periode, dan juga jumlah dari saham yang beredar perusahaan. Ferry dan Jones (dalam Sujianto, 2001), ukuran perusahaan menunjukkan besar kecilnya perusahaan yang ditunjukkan oleh total aktiva, jumlah penjualan, rata-rata total penjualan, dan rata-rata total aktiva. Maka, ukuran perusahaan adalah ukuran atau besarnya asset yang dimiliki oleh satu perusahaan. Ukuran perusahaan mempunyai fungsi untuk mengukur besar kecilnya suatu perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan maka, risiko obligasi gagal bayar (*default risk*) dapat berkurang.

Leverage

Martono dan Harjito (2008:295) menjelaskan bahwa : “Rasio *leverage* mengacu pada penggunaan asset dan sumber dana perusahaan dimana penggunaan asset atau dana tersebut, perusahaan harus mengeluarkan biaya tetap atau beban tetap.” Sedangkan menurut Syamsuddin (2002:90) menjelaskan bahwa : “Rasio *leverage* adalah suatu kemampuan perusahaan dalam menggunakan aktiva atau dana yang mempunyai beban tetap (*fixed cost assets or funds*) untuk memperbesar tingkat penghasilan (*return*) bagi pemilik perusahaan.” Penggunaan *leverage* dapat meningkatkan keuntungan bagi pemegang saham. Sebaliknya *leverage* juga meningkatkan risiko keuntungan, karena ketika perusahaan mendapatkan keuntungan yang lebih rendah dari biaya tetapnya maka penggunaan *leverage* dapat menurunkan keuntungan yang akan dicapai oleh pemegang saham. *Leverage* timbul saat perusahaan menggunakan aktiva yang memiliki biaya operasi tetap. Dalam jangka panjang, semua biaya bersifat variabel, artinya dapat berubah

sesuai dengan jumlah produk yang dihasilkan.

Produktivitas

Produktivitas menggambarkan kemampuan suatu perusahaan dalam menggunakan sumber daya yang dimiliki secara efektif (Harahap, 2015:311). Menurut Raharja dan Sari (2008) dalam Surya dan Wuryani (2015) menyatakan bahwa, perusahaan dengan produktivitas tinggi memberikan dampak pada obligasi perusahaan tersebut menjadi kategori *investment grade*, karena dengan adanya penjualan perusahaan yang tinggi cenderung lebih mampu untuk menghasilkan laba yang tinggi pula, sehingga perusahaan akan lebih mampu untuk memenuhi segala kewajibannya kepada para investor secara baik dan tepat waktu. Produktivitas dapat dilihat melalui *total asset turn over* adalah salah satu faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi menurut pefindo dengan melihat stabilitas laba dan penjualan emiten. Rasio produktivitas penting bagi manajemen perusahaan karena dapat menunjukkan seberapa efisien penggunaan aktiva dalam perusahaan. Semakin tinggi nilai produktivitas hal tersebut menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memaksimalkan potensi yang ada, dengan ini memberikan sinyal positif bagi investor dan pemegang saham dalam berinvestasi pada perusahaan tersebut.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Peringkat Obligasi

Ukuran perusahaan memiliki pengaruh terhadap peringkat obligasi suatu perusahaan karena semakin besar ukuran perusahaan dan semakin masyarakat mengenal dan diakui keberadaannya oleh masyarakat luas, maka hal tersebut akan membawa dampak pada semakin banyak informasi yang dapat diperoleh kreditur, selain itu melalui ukuran perusahaan nantinya kreditur dapat mengetahui kemampuan perusahaan dalam hal membayar bunga obligasi dan kemampuan

perusahaan dalam melunasi pokok pinjamannya dalam waktu yang telah ditentukan. Semakin besar ukuran suatu perusahaan maka semakin besar pula potensi atau kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajibannya. Hal tersebut secara tidak langsung dapat berpengaruh pada peringkat obligasi perusahaan karena semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk memenuhi hutang obligasinya dan memberikan sinyal positif bagi investor yang ingin berinvestasi pada perusahaan tersebut. Ukuran perusahaan pada penelitian ini dilihat dari besarnya total asset yang dimiliki oleh perusahaan. Suatu asset menunjukkan aktiva yang digunakan dalam aktivitas operasional perusahaan. Peningkatan asset yang diikuti dengan peningkatan hasil operasi dapat menambah kepercayaan pihak luar atau investor terhadap perusahaan terkait. Perusahaan yang memiliki skala besar menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menguasai pasar dan kredibilitasnya sehingga dapat meningkatkan peringkat obligasi. Ukuran perusahaan dapat diukur menggunakan total asset, penjualan atau ekuitas. Apabila, jumlah asset, penjualan atau ekuitas besar, maka logaritma terhadap jumlah tersebut dapat digunakan untuk tujuan penelitian (Luciana dan Vieka, 2007).

Hipotesis 1 : Apakah ukuran perusahaan berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

Pengaruh *Leverage* terhadap Peringkat Obligasi

Leverage dapat digunakan untuk mengukur sejauh mana suatu perusahaan dalam menggunakan dananya khususnya hutang dalam membiayai semua investasinya. Hal tersebut dapat diartikan semakin tinggi rasio ini berarti sebagian besar dari asset dan investasi yang ada di perusahaan tersebut didanai oleh hutang yang menyebabkan bahwa perusahaan dapat mengalami masalah gagal bayar semakin tinggi dan perolehan peringkat obligasi yang buruk pula. Tingkat *leverage*

tinggi kurang baik karena tanggungan beban bunga utang. Apabila tingkat *leverage* tinggi (*extreme leverage*) mengakibatkan perusahaan tidak mampu melunasi seluruh kewajibannya (termasuk obligasi), hal tersebut dapat mempengaruhi peringkat obligasi perusahaan menjadi kurang baik. Semakin rendah nilai rasio, maka semakin kecil aktiva yang didanai dengan utang.

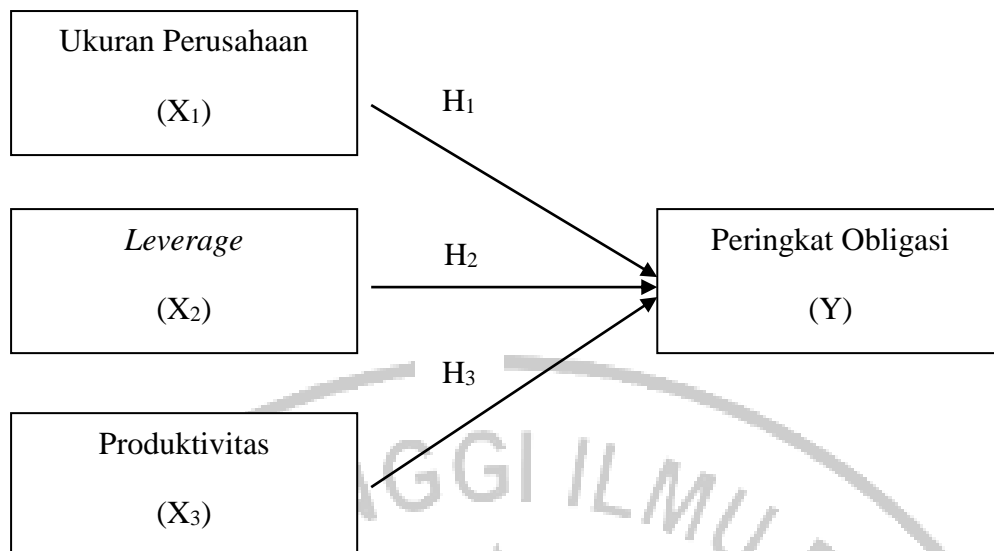
Hipotesis 2 : Apakah *leverage* berpengaruh terhadap peringkat obligasi

Pengaruh Produktivitas terhadap Peringkat Obligasi

Rasio produktivitas digunakan untuk mengukur seberapa efektif suatu perusahaan dalam penggunaan sumber-sumber dana yang ada. Perusahaan dengan produktivitas yang tinggi secara tidak langsung dapat menghasilkan penjualan serta laba yang tinggi pula, sehingga perusahaan dapat dengan mudah untuk memenuhi semua kewajiban perusahaan kepada para investor secara tepat waktu. Rasio produktivitas dalam penelitian ini menggunakan perhitungan perputaran total aktiva untuk mengetahui seberapa efisien perusahaan memanfaatkan sumber daya yang dimiliki. Semakin tinggi rasio produktivitas semakin tinggi pula peringkat obligasi perusahaan tersebut. Rasio produktivitas termasuk dalam faktor pengukuran peringkat obligasi menurut Pefindo karena mencerminkan stabilitas laba yang dicapai perusahaan melalui penjualan emiten.

Hipotesis 3 : Apakah produktivitas berpengaruh terhadap peringkat obligasi

Kerangka pemikiran yang menjelaskan pengaruh variabel-variabel dalam bentuk gambar kerangka konseptual, sebagai berikut :



Sumber : diolah (2017)

Gambar 1
Kerangka Pemikiran

METODE PENELITIAN

Klasifikasi Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang diperingkatkan oleh Pefindo pada periode 2012 sampai dengan periode 2016. Dari populasi tersebut selanjutnya dipilih sampel berdasarkan teknik *purposive sampling*, yaitu sampel dipilih berdasarkan beberapa kriteria-kriteria tertentu sesuai dengan tujuan penelitian. Kriteria yang digunakan adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang obligasinya diperingkatkan oleh PEFINDO dan yang mempunyai obligasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) serta website resmi perusahaan.
2. Perusahaan yang obligasinya diperingkatkan oleh PEFINDO selama periode 2012-2016 secara berurutan.
3. Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan tahunan yang telah diaudit secara lengkap dengan mata uang rupiah per 31 Desember selama periode 2012-2016.

Jumlah perusahaan yang terpilih berdasarkan kriteria dalam *purposive sampling* ditentukan sebanyak 85 perusahaan tiap tahunnya, dalam penelitian ini menggunakan rentan tahun selama 5 tahun dari tahun 2012-2016.

Terdapat perusahaan yang obligasinya tidak diperingkatkan oleh PEFINDO selama periode 2012-2016 secara berurutan sebanyak 138 sampel. Selain itu, terdapat 10 perusahaan yang tidak mempublikasikan laporan keuangan tahunan yang telah diaudit secara lengkap dan menggunakan mata uang dollar AS per 31 Desember selama periode 2012-2016.

Data Penelitian

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder. Data sekunder adalah data yang diperoleh secara tidak langsung melalui suatu media perantara. Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini adalah data laporan keuangan, arsip, dan media lainnya. Dalam menganalisis dan menguji pengaruh ukuran perusahaan, *leverage*, dan produktivitas dengan menggunakan data sekunder yang diperoleh dari data publikasi laporan keuangan dan *annual report* perusahaan periode 2012 sampai dengan periode 2016. Sedangkan untuk peringkat obligasi diperoleh dari lembaga pemeringkat obligasi yaitu PT Pefindo melalui media *website* dan juga situs resmi *rating agency*. Pengumpulan data telah dilakukan, kemudian langkah selanjutnya peneliti menggunakan metode

dokumentasi seperti mempelajari dan menyeleksi data-data yang diperoleh dari berbagai sumber tersebut sebelum nantinya data tersebut akan diolah lebih lanjut.

Variabel Penelitian

Variabel penelitian yang digunakan meliputi variabel dependen yaitu peringkat obligasi dan variabel independen terdiri dari ukuran perusahaan, *leverage* dan produktivitas.

Definisi Operasional Variabel

Peringkat Obligasi

Peringkat obligasi termasuk dalam skala *ordinal* karena tidak hanya dikategorikan tetapi juga dilakukan pemeringkatan terhadap kategori tersebut. Variabel dependen penelitian ini merupakan variabel *dummy*. Di Indonesia sendiri

terdapat 2 (dua) lembaga pemeringkat obligasi yaitu PT. PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia) dan PT. Kasnic *Credit Rating* Indonesia. Agen pemeringkat ini berfungsi menilai dan mengevaluasi sekuritas hutang perusahaan yang diperdagangkan secara umum, baik dalam bentuk peringkat maupun perubahan peringkat obligasi yang nantinya akan diumumkan ke pasar modal. Peringkat obligasi secara umum dibagi menjadi dua kategori yaitu *investment grade* (AAA, AA, A, BBB) dan *non-investment grade* (BB, B, CCC, D). Variabel dependen dalam penelitian ini berbeda dari penelitian sebelumnya karena pada penelitian ini peneliti memakai kriteria kategori peringkat obligasi yang *high Investment grade* dan *low investment grade*.

Tabel 1
Kategori Peringkat Obligasi

Skor	Simbol	Kategori
1	idAAA, idAA, idA, idBBB	<i>Investment Grade</i>
0	idBB, idB, idCCC, idD	<i>Non-Investment Grade</i>

Sumber : www.pefindo.com

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan dapat membantu investor untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam membayar bunga obligasi secara periodik serta melunasi pokok pinjaman yang dapat meningkatkan peringkat obligasi perusahaan. Ukuran perusahaan merupakan suatu skala yang dapat diklasifikasikan besar kecil perusahaan dengan berbagai cara, antara lain total aktiva, *log size*, nilai pasar saham, dan lain-lain. Menurut Luciana dan Vieka (2007) mengemukakan bahwa perusahaan kecil memiliki risiko lebih besar dibandingkan perusahaan besar. Semakin tinggi nilai asset yang dimiliki perusahaan semakin tinggi pula perusahaan akan memperoleh pinjaman dana dari pihak eksternal (Kurniasih dan Suwitho, 2015). Secara sistematis ukuran perusahaan (*firm size*) dirumuskan sebagai berikut:

$$Size = \log TotalAktiva$$

Leverage

Leverage merupakan suatu rasio keuangan yang digunakan oleh para investor sebagai bahan pertimbangan dalam menginvestasikan untuk melakukan kegiatan obligasi pada suatu perusahaan perbankan. Penelitian ini menguji *Leverage* untuk mengetahui hubungannya dengan peringkat obligasi dengan menggunakan rasio *Debt to Equity Ratio* (DER) yang digunakan untuk mengetahui seberapa banyak hutang yang dimiliki perusahaan dalam membiayai aset-aset perusahaan.

$$DER = \frac{\text{Total Liabilitas}}{\text{Total Ekiutas}}$$

Produktivitas

Perusahaan dengan nilai produktivitas tinggi memungkinkan bahwa obligasi perusahaan tersebut termasuk kedalam kategori *investment grade*, karena dengan menghasilkan penjualan yang tinggi perusahaan cenderung akan lebih mampu dalam menghasilkan laba yang tinggi pula

sehingga perusahaan dinilai mampu untuk memenuhi segala kewajibannya, dengan pembayaran *return* yang tinggi dan tepat waktu, sesuai dengan kriteria faktor-faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi menurut Pefindo (Harahap, 2015:303). Produktivitas dalam penelitian ini menggunakan rumus *total asset turn over* (TAT) yang mengukur penjualan melalui total aktiva yang dimiliki perusahaan, untuk mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan sumber daya yang dimiliki.

$$\text{Perputaran total aktiva} = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Total Aktiva}}$$

Alat Analisis

Untuk mengetahui pengaruh masing-masing dari variabel bebas (independen) terhadap variabel terikat (dependen) yaitu peringkat obligasi seluruh perusahaan yang diperingkat oleh Pefindo pada periode 2012 sampai dengan periode 2016 digunakan model analisis regresi logistik. Penelitian ini menggunakan analisis regresi logistik karena variabel dependennya berjenis kategorial. Maka, pengukuran variabel dependen pada penelitian ini menggunakan variabel *dummy*. Menggunakan analisis ini tidak membutuhkan uji normalitas data karena regresi logistik tidak memerlukan asumsi normalitas data pada variabel bebasnya. Regresi logistik umumnya digunakan jika

asumsi *multivariate normal distribution* tidak dipenuhi (Imam, 2013:338). Persamaan analisis regresi logistik dapat ditulis dalam persamaan berikut:

$$Y = \text{Ln} \frac{p}{1-p} = \alpha + \beta_1 \text{SIZE} + \beta_2 \text{DER} + \beta_3 \text{TAT} + e$$

$$Y = \text{Ln} \frac{p(\text{investment grade})}{1-p(\text{non-investment grade})} = \text{Peringkat Obligasi}$$

Keterangan:

$\text{Ln} \frac{p}{1-p}$ = Peringkat Obligasi

$\text{Ln} \frac{p}{1-p} = 1$ (*Investment Grade*)

$\text{Ln} \frac{p}{1-p} = 0$ (*Non Investment Grade*)

$A(\alpha)$ = Konstanta

$\beta_1 \dots \beta_4$ = Koefisien Regresi

SIZE = Ukuran Perusahaan

DER = *Leverage*

TAT = Produktivitas

E = *Error*

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Uji Deskriptif

Analisis deskriptif digunakan untuk mendeskripsikan mengenai variabel-variabel dalam penelitian ini, yaitu variabel ukuran perusahaan, *leverage* dan produktivitas.

Tabel 2
Hasil Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Ukuran_Perusahaan	425	Rp 187,117,000,000	Rp 1,274,576,230,000,000	Rp 61,828,870,671,869	Rp 160,616,291,293,135
Leverage	425	.322	13.245	3.85150	3.124994
Produktivitas	425	.004	1.998	.40225	.452480
Valid N (listwise)	425				

Sumber: Data sekunder, diolah dengan program SPSS versi 23 *for windows*

Berdasarkan pada tabel 2 nilai minimum dari ukuran perusahaan adalah Rp 187,117,000,000 yang dimiliki oleh PT Asuransi Purna Artanugraha (ASPAN)

pada tahun 2012. Adapun nilai maksimum dalam variabel ukuran perusahaan adalah Rp 1,274,576,230,000,000 yang dimiliki oleh PT Perusahaan Listrik Negara (PLN)

pada tahun 2016. Kemudian nilai rata-rata (*mean*) yang diperoleh pada variable ukuran perusahaan dari 425 data adalah Rp 61,828,870,671,869 dengan nilai *standar deviation* Rp 160,616,291,293,135. Hasil rata-rata lebih kecil dari *standar deviation*, sehingga dapat diketahui tingkat variasi yang terjadi tinggi dan data pada penelitian cenderung menyebar atau heterogen.

Nilai minimum dari *leverage* adalah 0.322 yang diperoleh dari PT Pupuk Sriwidjaja Palembang (PUSRI) pada tahun 2012. Adapun nilai maksimum dalam variable *leverage* adalah 13.245 yang diperoleh dari Bank Woori Saudara Indoensia 1906 (SDRA) pada tahun 2013. Kemudian nilai standar deviasi pada variabel *leverage* yaitu sebesar 3.124994 dapat diartikan bahwa rentang jarak antara satu data dengan data yang lain pada *leverage* yaitu sebesar 3.12499. Nilai rata-rata *leverage* yaitu sebesar 3.85150, sehingga nilai rata-rata (*mean*) *leverage* lebih besar dibandingkan dengan nilai standar deviasi *leverage*. Hal ini menunjukkan tingkat variasi yang terjadi relatif rendah dan data cenderung tidak menyebar atau homogen.

Nilai minimum dari produktivitas adalah 0.004 yang diperoleh

dari BCA Finance (BFN) pada tahun 2014. Adapun nilai maksimum dalam variable produktivitas adalah 1.998 yang dimiliki oleh Fast Food Indonesia, Tbk (FAST) pada tahun 2013. Kemudian nilai rata-rata (*mean*) dari 425 data sampel adalah 0.40225 dengan nilai *standar deviation* sebesar 0.452480. Hasil rata-rata lebih kecil dibandingkan dengan nilai standar deviasi dimana hal ini menunjukkan bahwa terdapat sebaran data yang bersifat heterogen atau menyebar.

Uji Frekuensi

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah peringkat obligasi dan merupakan variabel *dummy*, sehingga data dianalisis menggunakan uji *frequency*. Peringkat obligasi merupakan suatu skala pengukuran yang berfungsi untuk memeringkatkan obligasi yang ada pada lembaga pemeringkat seperti Pefindo. Skala pengukuran yang digunakan untuk memeringkatkan yaitu dengan memberikan skor 1 apabila obligasi tergolong dalam kategori *Investment Grade* (AAA, AA+, AA, AA-, BBB+, BBB-, dan BBB) dan skor 0 apabila obligasi tergolong dalam kategori *Non-Investment Grade* (BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC, dan D).

Tabel 3
Uji Frekuensi Peringkat Obligasi
Peringkat Obligasi

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Non-Investment Grade	25	5.9	5.9	5.9
Investment Grade	400	94.1	94.1	100.0
Total	425	100.0	100.0	

Sumber: Data Sekunder, diolah dengan program SPSS Versi 23 *for window*

Berdasarkan Tabel 3 terdapat 25 peringkat obligasi dari 425 data dengan jenis *non-investment grade* dengan presentase sebesar 5.9% terdapat beberapa perusahaan yang mengalami naik turun dalam pemeringkatan obligasi seperti PT Indo Farma, Tbk pada tahun 2012-2013 mendapatkan peringkat *investment grade* namun pada tahun 2014-2016 mengalami

penurunan peringkat sehingga mendapatkan peringkat *non-investment grade*, hal ini juga terjadi pada perusahaan PT Eagle High Plantations, Tbk, sedangkan untuk peringkat obligasi jenis *investment grade* terdapat 400 peringkat obligasi dari 425 data peringkat obligasi dalam tabel frekuensi dengan presentase 94,1% terdapat beberapa perusahaan yang mengalami naik

turun dalam pemeringkatan obligasi seperti Bank Capital Indonesia, Tbk pada tahun 2012 mendapat peringkat *non-investment grade* namun pada tahun 2013-2016 mengalami peningkatan peringkat sehingga mendapat peringkat *investment grade*, hal ini juga terjadi pada perusahaan Bank Mayapada Indonesia, Tbk.

Hasil Analisis dan Pembahasan

Analisis Statistik

Analisis statistik yang digunakan dalam pengujian penelitian ini menggunakan teknis analisis Regresi Logistik (*Logistic Regression*). Penelitian ini menggunakan analisis regresi logistik guna menguji adanya pengaruh antara variabel independen dengan variabel dependen, dimana variabel dependen pada penelitian ini merupakan variabel *dummy*. Data yang diuji dan dianalisis menggunakan teknis analisis regresi logistik tidak membutuhkan

uji normalitas, karena pada variabel independennya tidak membutuhkan asumsi normalitas, analisis regresi logistik digunakan apabila *multivariate normalitas distribution* tidak terpenuhi. Langkah-langkah yang dilakukan dalam melakukan analisis regresi logistik yaitu sebagai berikut:

Menilai Keseluruhan Model (*Overall Fit Model*)

Penilaian keseluruhan model (*overall fit model*) pada analisis regresi logistik adalah dengan menggunakan asumsi *-2 Log Likelihood* dan menghasilkan nilai pada yang dirumuskan sebagai blok awal (*Block Number = 0*) dan pada blok akhir (*Block Number = 1*). Dalam asumsi ini, model dikatakan *fit* dengan data apabila mengalami penurunan pada tabel *-2 Log Likelihood* yang dapat dilihat dari blok awal dan mengalami pengurangan angka pada blok akhir.

Tabel 4
Overall Fit Model

Model	<i>-2 Log Likelihood</i>
Block Number = 0	190.160
Block Number = 1	150.442

Sumber: Data sekunder

Berdasarkan Tabel 4 menunjukkan hasil dari blok awal dan blok akhir yang di simpulkan dalam menilai model keseluruhan data (*Overall Fit Model*). Data diatas, menunjukkan bahwa nilai terdapat penurunan angka dari blok awal (*block number = 0*) yaitu sebesar 190.160 menjadi 150.442 pada Tabel (*block number = 1*). Dari hasil ini, menunjukkan bahwa model dikatakan *fit* dengan data yang artinya model regresi dapat dikatakan baik.

Cox & Snell's R Square dan *Nagelkerke's R Square*

Analisis yang digunakan untuk menyerupai bentuk R^2 pada *multiple regression*. Berdasarkan pada teknik estimasi dengan nilai maksimum satu sehingga sangat sulit untuk diinterpretasikan. Sedangkan *Nagelkerke's R Square* adalah modifikasi dari *Cox & Snell's R Square* untuk dapat memastikan bahwa nilainya bervariasi dari nol hingga satu. Model ini berfungsi untuk mencari tahu seberapa besar variabilitas dari variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen.

Tabel 5

Step	<i>-2 Log likelihood</i>	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	150.442 ^a	.089	.247

Sumber: Data seunder, diolah dengan program SPSS Versi 23 for windows

Pada analisis *Cox & Snell's R Square* dan *Nagelkerke's R Square* dapat dilihat pada Tabel 5, yang menunjukkan nilai dari *model summary*. Nilai yang diperoleh dari tabel *Cox & Snell's R Square* sebesar 0.089 sedangkan nilai untuk *Nagelkerke's R Square* sebesar 0.247.

Menilai Kelayakan Model

Langkah awal yang dilakukan ketika melakukan analisis regresi logistik adalah menilai kelayakan model, dengan

menggunakan uji *Goodness of fit* pada data. Pada asumsi *goodness of fit* ini hipotesis yang digunakan untuk mengetahui bahwa hipotesis sesuai dengan model atau *fit* dengan data. Data dapat dikatakan *fit* apabila H_0 diterima, karena H_0 menjelaskan model *fit* dengan data sedangkan H_a menjelaskan model *fit* dengan data, dan tingkat *significant* yang digunakan yaitu 0.05.

Tabel 6
Hasil Kelayakan Model Regresi

Step	Chi-square	Sig.
1	6.147	.631

Sumber : Data diolah

Tabel 6 menjelaskan bahwa hasil output yang dihasilkan dari *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test* dan diolah menggunakan SPSS. Menilai kelayakan model regresi dapat dilihat dari nilai yang dihasilkan *Chi-Square* sebesar 6.471 dengan nilai *asymptotic significant* sebesar 0.631 dan *degree of freedom* (df) sebesar 8. Hasil tersebut menunjukkan, nilai sig pada tabel sebesar $0.631 \geq 0.05$, yang berarti H_0 diterima sehingga dapat dikatakan bahwa model *fit* dengan data.

Menentukan Daya Klasifikasi

Menentukan Daya Klasifikasi bertujuan untuk menghitung nilai estimasi yang benar dan nilai estimasi yang salah (Imam, 2011:343). Dalam perhitungan statistik, dilihat melalui nilai total daya klasifikasi dengan cara membandingkan model mana yang mempunyai nilai total yang lebih tinggi. Model yang dibandingkan yaitu dari uji model *fit test*. Terdiri atas uji statistik - 2LogLikelihood, uji *R Square* (R^2), dan uji *Fit test*. Pengujian ini dilakukan untuk menguji hipotesis manakah yang diterima atau ditolak dalam penelitian.

Tabel 7
Hasil Uji Koefisien Regresi

	B	Sig.
Ukuran_Perusahaan	2.196	.000
Leverage	.056	.607
Produktivitas	.462	.379
Constant	-25.675	.000

Sumber: Data diolah

Berdasarkan tabel 7 diatas, menjelaskan hasil dari uji koefisien regresi yang digunakan untuk mengetahui pengaruh antara variabel independen (bebas) dengan variabel dependen (terikat) yang menggunakan tabel *variables in the Equation*. Untuk melihat pengaruh antar variabel, dapat dilihat dari koefisien (B)

dan nilai *significant*. Dalam penelitian ini tingkat *significant* $\alpha \leq 0.05$ (5%).

Uji Hipotesis

Hipotesis pertama (H_1) dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan (*Size*). Berdasarkan Tabel 7 menunjukkan bahwa nilai koefisien sebesar 2.196 dan nilai signifikan sebesar 0.000, nilai signifikan ini

membuktikan bahwa ukuran perusahaan (*Size*) dalam tabel *variable in the equation* mempunyai nilai $\alpha \leq 0.05$ dapat diartikan bahwa H_1 diterima.

Hipotesis kedua (H_2) dalam penelitian ini adalah *leverage*. Berdasarkan Tabel 7 menunjukkan bahwa nilai koefisien sebesar 0.056 dan probabilitas nilai signifikan sebesar 0.607, nilai signifikan ini membuktikan bahwa *leverage* dalam tabel *variable in the equation* mempunyai nilai $\alpha \geq 0.05$ dapat diartikan bahwa H_2 ditolak.

Hipotesis ketiga (H_3) dalam penelitian ini adalah produktivitas. Berdasarkan Tabel 7 menunjukkan bahwa hasil dari nilai koefisien variabel produktivitas sebesar 0.462 dan probabilitas nilai signifikan sebesar 0.379, nilai signifikan ini membuktikan bahwa produktivitas dalam tabel *variable in the*

equation mempunyai nilai $\alpha \geq 0.05$ dapat diartikan bahwa H_3 ditolak.

Tabel 8 menunjukkan kebenaran atas masing-masing variabel dalam memprediksi peringkat obligasi, dimana obligasi yang termasuk dalam *Non-Investment Grade* memiliki kekuatan prediksi sebesar 4% sedangkan obligasi yang termasuk dalam *Investment Grade* memiliki kekuatan prediksi sebesar 99,8%. Hal ini membuat kekuatan prediksi obligasi *Investment Grade* lebih dari pada obligasi *Non-Investment Grade*. Sedangkan kebenaran prediksi secara keseluruhan untuk memprediksi *Non-Investment Grade*, model prediksi ini masih tergolong sangat rendah dibandingkan dalam memprediksi *Investment Grade*, dengan demikian tingkat kesalahan model perusahaan yang seharusnya masuk kedalam kategori *Non-Investment Grade* lebih tinggi.

Tabel 8
Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

Variabel	B	S.E.	Wald	Sig.
Ukuran Perusahaan	2.196	0.429	26.223	0.000
<i>Leverage</i>	0.056	0.109	0.256	0.607
Produktivitas	0.462	0.525	0.773	0.379
Constant	-25.675	5.331	23.199	0.000
Kekuatan Prediksi				
Obligasi <i>Non-Investment Grade</i>				4.0%
Obligasi <i>Investment Grade</i>				99.8%
Overall Percentage				94.1%

Sumber: Data diolah

Pengaruh ukuran perusahaan terhadap peringkat obligasi

Berdasarkan Tabel 8, variabel ukuran perusahaan (*size*) dalam penelitian ini menggunakan rumus $\log = \text{total aktiva}$ yang digunakan untuk mengetahui besarnya kekayaan yang dimiliki perusahaan, perusahaan dengan ukuran yang besar cenderung mampu untuk menghasilkan keuntungan yang maksimal dan memiliki kondisi lebih stabil, karena perusahaan dapat mengelola asetnya dengan baik serta dapat melakukan inovasi dengan memanfaatkan aktiva yang dimiliki guna meningkatkan perkembangan perusahaan. Perusahaan dengan total aktiva yang besar

dianggap memiliki prospek jangka panjang dengan waktu yang relatif lama.

Pengujian hipotesis satu (H_1) dalam penelitian ini yaitu variabel ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh terhadap peringkat obligasi pada seluruh perusahaan yang terdaftar dan diperingkatkan oleh pefindo selama kurun waktu 2012-2016 atau selama kurun waktu lima tahun secara berurutan. Hasil dari pengujian penelitian ini sejalan dengan hipotesis yang dibuat yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Hal ini sesuai dengan teori sinyal dalam penelitian ini, apabila total asset yang dimiliki perusahaan semakin besar

maka hal tersebut dapat memberikan sinyal yang baik kepada para investor sebagai pihak yang nantinya akan meminjamkan dananya.

Ukuran perusahaan yang besar juga membawa manfaat bagi investor salah satunya, investor akan lebih merasa aman ketika menanamkan modal kepada perusahaan karena semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar pula potensi atau kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajibannya dan memenuhi hutang obligasinya dengan jumlah aktiva yang dimiliki perusahaan. Suatu asset yang dimiliki oleh perusahaan dapat menunjukkan aktiva yang digunakan perusahaan dalam aktivitas operasional perusahaan. Hal ini dapat menunjukkan bahwa untuk risiko gagal bayar ataupun bangkrut dimasa yang akan datang dapat berkurang dan membuat investor tidak takut ketika berinvestasi kepada perusahaan.

Penelitian ini konsisten dengan hasil dari penelitian yang dilakukan oleh Ni Made dan Ida Bagus (2016), Adi dan Ni Putu (2016), Aries (2015), Ratih dan Nur (2014), serta Sehgal dan Mathur (2013) yang menghasilkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Perusahaan-perusahaan dengan nilai asset lebih tinggi cenderung memiliki kemampuan bersaing yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan dengan nilai asset yang kecil atau lebih rendah. Semakin besar total asset yang dimiliki oleh suatu perusahaan yang diukur dengan total aktiva yang dimiliki, semakin baik pula peringkat obligasi yang diterima oleh perusahaan, namun hasil ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Blesia dan Pramudika (2016), Bram dan M. Sienly (2010), Magreta dan Poppy (2009), serta Luciana dan Vieka (2007) yang menghasilkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

Pengaruh *leverage* terhadap peringkat obligasi

Berdasarkan Tabel 8, variabel *leverage* dalam penelitian ini diukur menggunakan rumus *Debt to Equity Ratio* (DER) yang berguna untuk mengukur kemampuan modal perusahaan dalam melunasi kewajiban perusahaan. Nilai *leverage* perusahaan dapat digunakan sebagai informasi mengenai kondisi suatu obligasi perusahaan serta untuk memeringkatkan obligasi bagi pemegang obligasi. Semakin tinggi nilai *leverage* suatu perusahaan, maka semakin rendah perolehan peringkat obligasi perusahaan dan apabila perolehan nilai *leverage* suatu perusahaan rendah maka semakin tinggi perolehan dari peringkat obligasi perusahaan tersebut.

Pengujian hipotesis dua (H_2) dalam penelitian ini yaitu variabel *leverage* (DER) tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi pada seluruh perusahaan yang terdaftar dan diperingkatkan oleh pefindo selama kurun waktu 2012-2016 atau selama kurun waktu lima tahun secara berurutan. Hasil dari pengujian penelitian ini tidak sejalan dengan hipotesis yang menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Hal ini berarti tidak mendukung dengan teori sinyal pada penelitian ini dan telah dijelaskan oleh peneliti, dimana para investor tidak merespon adanya sinyal baik atau buruk yang dipublikasikan.

Leverage tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi berarti besar atau kecilnya jumlah total hutang yang digunakan untuk membiayai aktiva tidak dapat dijadikan acuan untuk menentukan kategori peringkat obligasi perusahaan tersebut, ini dapat terjadi apabila perusahaan mampu menggunakan aktiva dengan baik dan disertai dengan pengelolaan manajemen efektif dan efisien. Hal ini menunjukkan bahwa investor tidak melihat tingkat hutang perusahaan dalam melakukan pengambilan keputusan investasi.

Disisi lain, apabila tingkatan *leverage* tidak mempengaruhi peringkat

obligasi perusahaan dapat membuat perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi sekalipun dapat membuktikan bahwa tidak semua perusahaan dengan tingkat *leverage* tinggi akan mengalami gagal bayar karena apabila perusahaan dapat mengelola dana yang dipinjam dengan baik dan benar maka perusahaan dapat menghasilkan profit, seperti perusahaan menggunakan hutang guna keperluan menambah produk baru mereka atau bahkan membuka pabrik baru dengan itu penggunaan hutang akan mampu menghasilkan profit besar dibanding dengan pinjaman perusahaan. Hal tersebut juga dapat meyakinkan investor untuk tidak ragu ketika ingin menanamkan modalnya kepada perusahaan yang bersangkutan.

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil dari penelitian yang dilakukan oleh Blesia dan Pramudika (2016), Ni Made dan Ida Bagus (2016), Aries (2015), Ratih dan Nur (2014), serta Magreta dan Poppy (2009) yang menghasilkan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Namun hasil ini tidak konsisten dengan penelitian I Made dan Gerianta (2016) serta Sehgal dan Mathur (2013) yang menghasilkan bahwa *leverage* berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

Pengaruh produktivitas terhadap peringkat obligasi

Berdasarkan Tabel 8, variabel produktivitas dalam penelitian ini menggunakan rumus *total asset turnover* (TAT) atau biasa dikenal dengan perputaran total asset yang memiliki fungsi untuk mengetahui perusahaan dengan tingkat produktivitas tinggi akan cenderung lebih mampu untuk menghasilkan penjualan dari sumber daya perusahaan. Ketika suatu perusahaan dikatakan mampu untuk memanfaatkan sumber daya secara produktif, maka perusahaan dinilai mampu untuk menghasilkan penjualan lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang tingkat produktivitasnya lebih rendah. Informasi tentang peringkat obligasi perusahaan dapat dilihat dari laporan

keuangan mengenai hasil produktivitas perusahaan. Perusahaan dengan tingkat produktivitas tinggi maka, semakin tinggi pula peringkat obligasi perusahaan tersebut dan sebaliknya.

Pengujian hipotesis tiga (H_3) dalam penelitian ini yaitu variabel produktivitas (TAT) tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi pada seluruh perusahaan yang terdaftar dan diperdagangkan oleh pefindo selama kurun waktu 2012-2016 atau selama kurun waktu lima tahun secara berurutan, karena rendahnya nilai produktivitas perusahaan dalam mengelola asset perusahaan. Hasil dari pengujian penelitian ini tidak sejalan dengan hipotesis yang menunjukkan bahwa produktivitas berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Hal ini berarti tidak mendukung dengan teori sinyal pada penelitian ini dan telah dijelaskan oleh peneliti, dimana para investor tidak merespon adanya sinyal baik atau buruk yang dipublikasikan.

Pada penelitian ini rasio produktivitas dirumuskan dengan *total asset turnover* (TAT) tidak mempengaruhi investor dalam pengambilan keputusan investasinya, sehingga tinggi rendahnya rasio produktivitas perusahaan guna untuk mengukur seberapa efektif penggunaan sumber daya perusahaan tidak dapat mempengaruhi respon dari investor atas informasi kemampuan perusahaan dalam menggunakan sumber dayanya. Produktivitas tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi dimana tinggi atau rendahnya nilai produktivitas tidak mempengaruhi dalam memutuskan kategori peringkat obligasi perusahaan tersebut.

Produktivitas tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi karena tinggi atau rendahnya laba yang dihasilkan perusahaan dengan membandingkan total penjualan dan total aktiva perusahaan tidak dapat dijadikan acuan untuk menentukan kategori peringkat obligasi perusahaan tersebut dan tidak dapat merubah peringkat obligasi perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa investor tidak melihat stabilitas laba

yang dicapai perusahaan melalui penjualan emiten dalam melakukan pengambilan keputusan investasi.

Perusahaan dengan nilai rasio produktivitas rendah cenderung tidak mampu dalam menghasilkan laba yang tinggi pula dan mengakibatkan perusahaan tidak sanggup untuk memenuhi segala kewajibannya, dengan pembayaran *return* yang tinggi dan tepat waktu. Apabila perusahaan tersebut mendapatkan laba atau profit perusahaan dari penjualan maka, perusahaan akan lebih memprioritaskan atau memfokuskan laba yang dihasilkan untuk melunasi kewajibannya terlebih dahulu dibandingkan dengan membayar bunga obligasi. Hal ini dilakukan perusahaan demi keberlangsungan perusahaan untuk kedepannya dan bersaing dengan kompetitor.

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil dari penelitian yang dilakukan oleh Blesia dan Pramudika (2016), serta Ratih dan Nur (2014) bahwa produktivitas tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Hal ini menunjukkan bahwa investor tidak melihat tingkatan rasio produktivitas perusahaan dalam melakukan pengambilan keputusan investasi. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil dari penelitian yang dilakukan oleh I Made dan Gerianta (2016), serta Magreta dan Poppy (2009) yang menghasilkan bahwa produktivitas berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Penelitian ini dilakukan untuk menguji dan menganalisis pengaruh ukuran perusahaan, *leverage*, dan produktivitas terhadap peringkat obligasi. Variabel ukuran perusahaan (*size*) dalam penelitian ini menggunakan rumus $\log = \text{total aktiva}$, *leverage* diukur dengan *debt to equity ratio* (DER), dan produktivitas diukur dengan *total asset turnover* (TAT). Ruang lingkup penelitian ini menggunakan seluruh perusahaan yang terdaftar dan diperingkat oleh lembaga pemeringkat PT.PEFINDO pada tahun 2012-2016 atau

selama kurun waktu lima tahun secara berurutan dan memiliki laporan keuangan yang dipublikasikan di bursa efek Indonesia (BEI) serta website resmi perusahaan yang bersangkutan. Berdasarkan pengujian dan pembahasan dari hasil analisis regresi logistik yang dilakukan, maka peneliti dapat menyimpulkan sebagai berikut:

1. Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap peringkat obligasi

Perusahaan dengan ukuran yang besar cenderung mampu untuk menghasilkan keuntungan yang maksimal dan memiliki kondisi lebih stabil, karena perusahaan dapat mengelola asetnya dengan baik serta dapat melakukan inovasi dengan memanfaatkan aktiva yang dimiliki guna meningkatkan perkembangan perusahaan. Semakin besar total asset yang dimiliki oleh suatu perusahaan yang diukur dengan total aktiva yang dimiliki, semakin baik pula peringkat obligasi.

2. *Leverage* tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi

Besar atau kecilnya jumlah total hutang yang digunakan untuk membiayai aktiva tidak dapat dijadikan acuan untuk menentukan kategori peringkat obligasi perusahaan tersebut, ini dapat terjadi apabila perusahaan mampu menggunakan aktiva dengan baik dan disertai dengan pengelolaan manajemen efektif dan efisien. Hal ini menunjukkan bahwa investor tidak melihat tingkat hutang perusahaan dalam melakukan pengambilan keputusan investasi.

3. Produktivitas tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi

Tinggi atau rendahnya laba yang dihasilkan perusahaan dengan membandingkan total penjualan dan total aktiva perusahaan tidak dapat dijadikan acuan untuk menentukan kategori peringkat obligasi perusahaan tersebut dan tidak dapat merubah peringkat obligasi perusahaan. Perusahaan dengan nilai rasio produktivitas yang tinggi tidak menjamin perusahaan tersebut

mendapatkan kategori *non-investment grade* pada kategori peringkat obligasinya.

Dari penelitian yang telah dilakukan masih adanya keterbatasan dalam penelitian ini. Berikut keterbatasan yang telah ditemukan pada penelitian ini antara lain :

1. Hasil pengujian *Cox & Snell's R Square* sebesar 8.9%, dimana hasil tersebut menunjukkan masih rendahnya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen pada penelitian ini dan masih banyak faktor lain diluar variabel yang diteliti yang mempengaruhi variabel dependen penelitian.
2. Peringkat obligasi yang termasuk kedalam *non-investment grade* sebanyak 1 obligasi, dari sejumlah 25 obligasi yang di observasi dengan *percentage correct* yang diperoleh sebesar 4%. Peringkat obligasi yang termasuk kedalam *investment grade* sebanyak 399 obligasi, dari sejumlah 400 obligasi yang di observasi dengan hasil *percentage correct* sebesar 99.8%. Hasil tersebut terlalu jauh jika dilakukan perbandingan peringkat obligasi *non-investment grade* dengan *investment grade* yang dapat menyebabkan penyebaran data kurang merata.

Berdasarkan keterbatasan yang telah ditemukan pada penelitian ini, maka peneliti mencoba untuk memberikan saran untuk penelitian selanjutnya :

1. Penelitian mendatang diharapkan dapat menambahkan variabel-variabel independen baru dalam penelitian yang dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi sehingga menghasilkan nilai *Cox & Snell's R Square* yang lebih besar.
2. Penelitian mendatang diharapkan dapat menggunakan pengukuran lain untuk variabel peringkat obligasi agar perbandingan yang dihasilkan tidak terlalu jauh dan kategori lebih bervariasi serta penyebaran data lebih merata.

DAFTAR RUJUKAN

- Adi, W. P., dan Ni Putu, S. S. 2016. Pengaruh Profitabilitas, Rasio Solvabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Reputasi Auditor terhadap Peringkat Obligasi pada Sektor Perbankan. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5(10), h:667-669.
- Agnes, Sawir. 2004. Kebijakan Pendanaan dan Restrukturisasi Perusahaan. Jakarta : PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Aries, Veronica. 2015. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Manajemen dan Bisnis Sriwijaya*, 13(2), h: 272-280.
- Blesia, J. U., dan Pramudika, D. R. 2016. "Key Aspects of the Bond Ratings in Indonesia". *Asian Journal of Economics, Business and Accounting*, 1(3) h:1-14.
- Bram, H., dan M, Sienly. V. W. 2010. Prediksi Kebijakan Utang, Profitabilitas, Likuiditas, Ukuran Perusahaan, dan Status Perusahaan terhadap Kemungkinan Penentuan Peringkat Obligasi: Studi Empirik pada Perusahaan yang Menerbitkan Obligasi di Bursa Efek Indoensia. *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan* Vol:3, No:3 : Hal. 2-23.
- Brigham, E. F., dan Houston, J. F. 2013. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi II, Buku 2, Jakarta: Salemba Empat.
- Burton, B., Adam, M., and Hardwick, P. 1998. "The Determinants of Credit Ratings in the United Kingdom Insurance Industry". *Journal of Business Finance and Accounting*. 30 (3-4): pp: 539-572.

- Darmadji, T., dan Fakhruddin, H. 2011. *Pasar Modal di Indonesia*. Edisi Ketiga. Jakarta: Salemba Empat.
- Fabozzi, Frank, J. 2010. *Bond Market, Analysis and Strategic*. Tenth Edition. Prentice Hall International, Inc.
- Harahap, S. S. 2015. *Analisis Kritis Atas Laporan Keuangan cetakan 12*. Jakarta: Raja Grafindo Persada.
- Husnan, Suad. 2007. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*. Edisi Keempat. Yogyakarta : BPFE.
- I Made, B. P., dan Gerianta, W. Y. 2016. Kemampuan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi pada Perusahaan Sektor Non Keuangan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* Vol.15, No. 3, Juni 2016 hal: 1913-1941.
- Imam, Ghazali. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- _____. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Keown, et al. 2011. *Manajemen Keuangan: Prinsip dan Penerapan* Diterjemahkan oleh Marcus dan Pihminta Widodo. Jilid 1. Edisi Kesepuluh. Jakarta: PT Indeks.
- Kurniasih, Ninis., dan Suwitho. 2015. Determinan Peringkat Obligasi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen*, Vol.4, No.2, Februari 2015.
- Luciana, S. A., dan Vieka, D. 2007. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Proceeding Seminar Nasional Manajemen SMART*. Bandung, 3 November. H:1-23.
- Magreta., dan Poppy, N. 2009. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi Ditinjau dari Faktor Akuntansi dan Non Akuntansi. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* 11(3), h:143-154. Universitas Riau.
- Martalena, dan Maya, M. 2011. *Pengantar Pasar Modal*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Andi.
- Martono, dan Agus Harjito. 2008. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: EKONISIA.
- Ni Made, S. K. S., dan Ida, B. B. 2016. Pengaruh Likuiditas, Ukuran Perusahaan, *Leverage*, dan Jaminan terhadap Peringkat Obligasi pada Sektor Keuangan. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5(8), h:5041-5069.
- Raharjo, Sapto. 2003. *"Panduan Investasi Obligasi"*. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.
- Ratih, U. M., dan Nur, C. 2014. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi. *Diponegoro Journal of Accounting*, 1(1) : Hal.1-13.
- Scott, W. R. 2012. *Financial Accounting Theory 6th edition*. Toronto : Pearson Education Canada.
- Seftianne., dan Ratih, H. 2011. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 13(1), 39-56.
- Sehgal, S., dan Mahtur, S. 2013. "Cross-Sectional Variation in Stock Price Reaction to Bond Rating Changes: Evidence from India". *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5(2), p : 47-74.
- Suharso, Puguh. 2009. *Metode Penelitian Kualitatif untuk Bisnis Pendekatan Filosofi dan Praktis*. Indeks Jakarta.

- Sujianto. 2001. *Dasar-Dasar Management Keuangan*. Yogyakarta: BPFE.
- Sunarjanto, Agus. 2013. Kemampuan Rasio Keuangan dan *Corporate Governance* Memprediksi Peringkat Obligasi pada Perusahaan *Consumer Goods*. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 17(2), h: 230-242.
- Surya, E. I., dan Wuryani, E. 2015. Pengaruh Ukuran Perusahaan (*Firm Size*), Profitabilitas, Likuiditas, dan *Leverage* Terhadap Peringkat Obligasi. *Jurnal Mahasiswa Teknologi Pendidikan*, 3(2).
- Susilowati, L., dan Sumartono. 2010. Memprediksi Tingkat Obligasi Perusahaan Manufaktur yang Listing di BEI. *Jurnal Mitra Ekonomi dan Manajemen Bisnis*, 1 (2), h:163-175.
- Suwardjono. 2013. Teori Akuntansi Perencanaan Pelaporan Keuangan. Yogyakarta : BPFE – Yogyakarta.
- Syamsuddin, L. 2002. *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Edisi Baru, Cetakan Ketujuh, Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Yuliana, Rika, dkk. 2011. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi pada Perusahaan Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi XIV*.
- <http://www.pefindo.com>, diakses November 2017
- <http://www.sindonews.com>, diakses 19 Maret 2018